

2010-07-29

制药、生物科技与生命科学

医药股需要等待政策明朗，重新寻找确定性

◇报告起因：最近药品价格调整、打击商业贿赂等政策相继出台，医药股经历了黑色六月。本报告将详细解读政策影响，判断下半年医药股走势和战略性投资标的

◆控制医疗费用增长是新医改的必然政策方向：

公式：政府负担医疗费用支出=就诊人次*每次人均看病费用*报销比例%；全民医保覆盖使更多的人能看病就诊，政府报销比例也是逐年提高，控制医疗支出的唯一选择就是降低每次就诊费用。每次就诊费用中药费大致占 50%，因此降低药费就是必然选择。降低药费有三种方法：①以便宜替代贵的药（基本药物必然强制推行）；②政府直接降价；③打击商业贿赂，抑制不合理用药；因此我们认为基本药物推行，药品降价，打击商业贿赂是必然的政策取向。

◆药品降价，制药企业的弱势地位让其沦为“买单者”：

药品降价使整个产业链利益被压缩，医院/医生/中间商议价能力高，而制药企业相对弱势，因此制药企业往往成为药品降价的“买单者”。降低药品价格和国家加大投入政策相辅相成。从短期来看，我们认为降低药品价格必然是先行政策，从而控制医疗支出基数。国家加大投入，医院和医生政府利益代言人的角色会弱化，药品产业链将重写。对医药行业长远影响偏正面，但是短期盈利模式会有不确定性。

◆药品定价新规成为医药股暴跌的导火索，降幅尚是未知数：

我们认为新的药品定价规则对于医药行业影响是偏负面的：①周期性降价首次写入药品定价规则（应该是学习日本的经验），药品周期性降价必然会影响企业的中长期盈利增长和估值水平。②首仿品种含金量降低，抢仿商业模式受到挑战。首仿药保护仅 5 年（有点短），第二仿制企业价差 10%（价差不大）。③药品差别定价将被严格细化，因此对于众多高定价品种、原研药必然带来冲击。发改委药价新规只是本轮降价的序曲，未来降价幅度尚是个未知数。

◆打击商业贿赂由治标转成治本，短期不会结束：

打击商业贿赂直接造成药品需求的下降，对医药行业负面影响较大。本次和 2006 年打击商业贿赂有两个重大区别。首先，医院和医生为政府利益代言人的角色要弱化，打击商业贿赂由治标转成治本，并最终会制度化。其次，处罚力度显著提高，对于商业贿赂将会上升到刑法层面。我们判断本轮治理 6 个月内不可能结束。

◆暴跌之后？行业谨慎“标配”，等待政策明朗，重新寻找确定性

医药股大幅调整反映了市场对药品降价和打击商业贿赂的担忧。展望下半年，我们的观点是：医药“标配”，行业性机会不大。需要等待更多的政策信号，重新寻找确定性。首先，行业政策尚未出清（至少需要等待 3 个月以上），政策或向负面方向发展。其次，医药股估值没有足够的吸引力。战略性看点：①基本药物需求是相对确定的正面影响，重点推荐千金药业（600479.SH）和科伦药业（002422.SZ）。②回避药品降价和打击商业贿赂影响的行业，重点推荐上海医药（60607.SH）、国药股份（600511.SH）和康美药业（600518.SH）。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
600479	千金药业	15.54	0.43	0.52	0.70	买入
601607	上海医药	16.21	0.09	0.60	0.75	买入
600518	康美药业	13.47	0.30	0.43	0.53	买入
600557	康缘药业	19.90	0.50	0.69	0.91	买入
600511	国药股份	22.98	0.47	0.60	0.73	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

分析师：

姚杰(执业证书编号：S0930109032580)

021-22169153

yaoj@ebcn.com

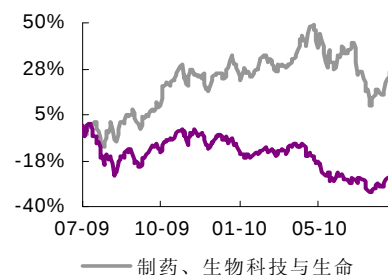
联系人：

姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

2010 年，医药商业集中度加速，并购重组可期

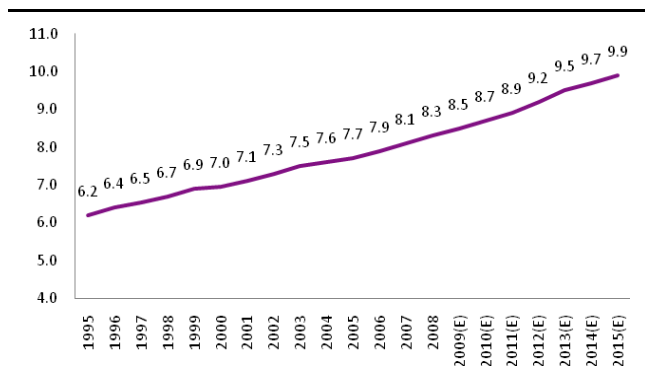
..... 2010-02-23

基本药物推行，药品降价、打击商业贿赂是必然的三大政策取向

中国有 13 亿人口，解决人民的温饱和居住问题曾让我们引以为豪（大多数百姓不缺吃、不少穿、也不用露宿街头）。再看未来 10 年，人口老龄化必然是中国社会最重要的变化之一，由此养老和医疗将会成为政府所面临的重要问题。养老制度安排相对已经形成，而“医疗保障”却成为最近几年政府所面对的棘手问题。中国已经加速进入老龄化社会，因而本轮新医改制度实施成功与否举足轻重。

图表 1 加速进入老龄化社会，医改问题日益紧迫

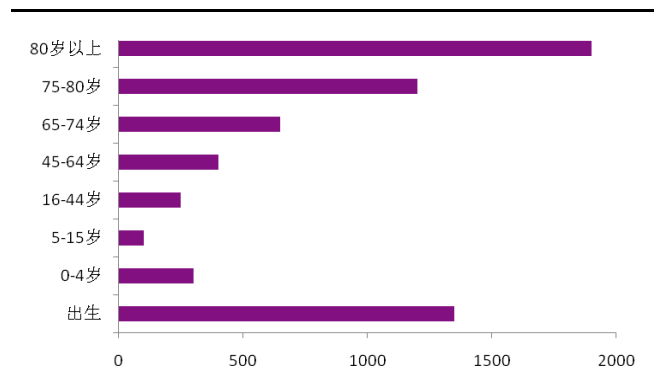
中国六十五岁以上人口占总人口比重 (%)



资料来源：《中国卫生统计年鉴 2009》、光大证券研究所

图表 2 医药消费支出随着年龄增大而大幅增加

发达国家各年龄段对医药消费的需求 (美元)



资料来源：光大证券研究所

中国政府本轮医改目标非常明确：人人享受基本医疗保障。“新医改”在经历了 2006-2009 年长时间广泛的讨论后，2010 年进入具体实施阶段。从中国国情分析，并参照国外医改的历史经验，合理控制医疗费用支出的存量（低基数）和增量必然会成为“新医改”重要的量化指标。基于以上逻辑，我们建立两个基本公式来把握和预判“新医改”政策取向：

公式一：个人负担医疗费用支出=每次看病费用*（1-报销比例%）	趋势	原因
每次看病费用	下降	基本药物使用、打击不合理用药、药品降价
个人支出比例=(1-报销比例%)	下降	国家加大投入，提高政府报销比例
公式二：政府负担医疗费用支出=就诊人次*每次人均看病费用*政府报销比例%	趋势	原因
就诊人次	上升	全民医保、政府加大投入（补供方、补需方）
每次人均看病费用	下降	基本药物使用、打击不合理用药、药品降价
报销比例%	上升	政府加大投入

资料来源：光大证券研究所

全民医保覆盖（政府补需方和供方）将会提高看病人次；讲民生，国家报销比例也是只能升不会降；因此控制医疗支出的唯一选择就是降低每次就诊费用。而在就诊费用中药费大致占 50%，因此降低药费就是必然选择。2006 年打击商业贿赂是控制药费的典型案例。从数据分析，控制病人每

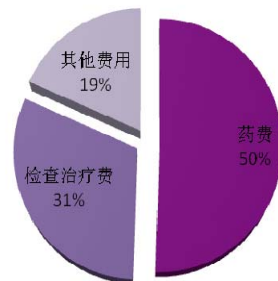
次药费支出对于药品需求增长影响显著（参考图表 4）。

降低药费有三种方法：第一，以便宜替代贵的药（基本药物必然强制推行）；第二，政府控制药价（直接降价，2004 年政府使用过）；第三，打击商业贿赂，抑制不合理用药（2006 年政府使用过）；因此我们认为基药推行，药品降价，打击商业贿赂是必然的政策取向。

回头说一句，如果每次看病的费用能降低，那对百姓也是大好事。很显然，合理控制医疗费用增长利国利民，否则中国政府必然会面临美国奥巴马的医改困境（符合国家利益，顺应民意，而企业利益往往必须服从国家利益）。

图表 3 解决看病贵，关键之一在控制药价

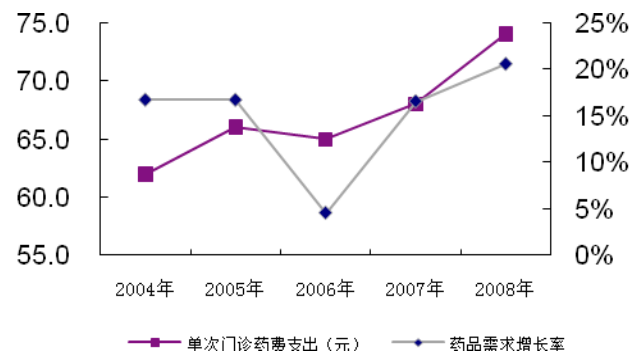
2008 年中国门诊病人人均医药费各项比重 (%)



资料来源：《中国卫生统计年鉴 2009》、光大证券研究所

图表 4 门诊药费支出显著影响药品需求

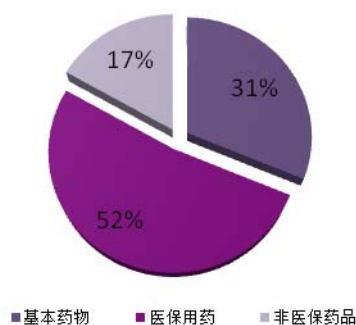
2004-2008 年单次门诊药费支出和药品需求增长率



资料来源：《中国卫生统计年鉴 2009》、光大证券研究所

图表 5 基本药物市场将超过 30%

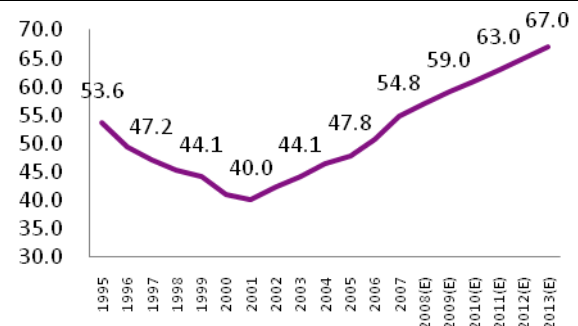
2012 年药品市场份额预测



资料来源：光大证券研究所

图表 6 政府及社会卫生支出负担将来显著提高

1995-2013 年中国政府和社会卫生支出比例 (%)

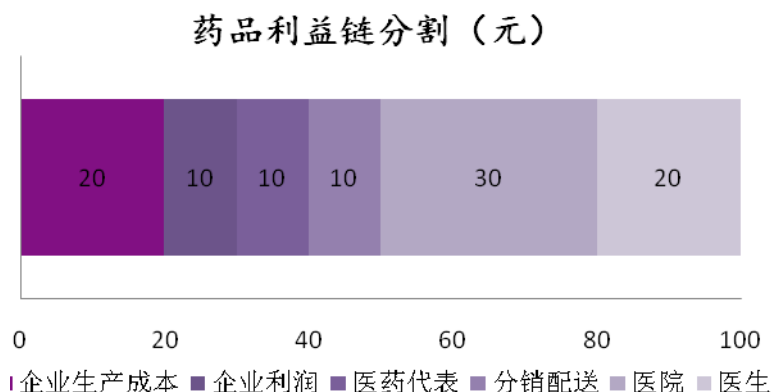


资料来源：《中国卫生统计年鉴 2009》、光大证券研究所

医药行业一般也就是 15% 的利润率,称不上是暴利行业,但是为何总是制药企业“买单”?

回答这个问题,我们首先拿一个较为普遍的药品产业链举例:假设某药品 A,病人购买花了 100 元,企业所有生产成本是 20 元,利润 10 元,那么中间有 70 元的价差空间。在这 70 元中,医药代表(或中间商)推销药品报酬拿 10 元,医生开药报酬拿走 20 元,商业公司分销配送分 10 元,医院拿 30 元。从药品产业链利益分配看,制药企业和商业企业显然是处于弱势地位,而医院/医生/中间商(掌控营销渠道)处于强势方。

图表 7 医院/医生强势地位明显



备注: 1. 这里我们把企业的销售费用不放在企业内部,单独拿出来可以看的更清整个产业链(更类似于大包模式,营销外包)。2. 从追求市场化和控制目标明确而单一看,最佳方法就是降低(控制)病人购买药品的价格(政府显然无法用完全计划经济的模式划分产业链各环节的利益分配)。3. 从一般的商业流通现象看,目前药品产业链中的每个环节都是客观存在的,有助于药品最终传递到患者手中。如果我们彻底拿走销售代表、医生、医院环节,药品就无法顺利从生产厂家到消费者手中(除非国家强制使用)。资料来源:光大证券研究所

当 A 药品由 100 元被降为 70 元时(备注:这里我们不区分零售价或中标价格,强调的是患者购买价格),整个产业链利益被压缩,利益格局再次分配。医院/医生/中间商议价能力高,而制药企业相对弱势,因此制药企业往往成为药品价格降价的买单者(制药企业相对不高的利润率正是议价能力的客观反映)。这也是众多制药企业千方百计避免药品被降价,或者希望单独高定价的必然选择(提高自己的竞争优势和防守能力)。

降低药品价格和国家加大投入政策相辅相成,但必然有先有后。短期来看,我们认为降低药价必然是先行政策,从而控制医疗费用支出基数。国家加大投入(尤其是公立医院改革)政策制定和执行更为复杂,因此政策会滞后。在现有商业模式没有根本改变的情况下,最终买单的还是制药企业。

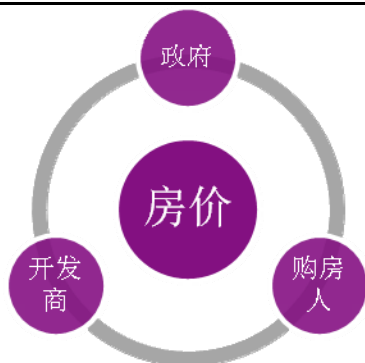
药价、房价是同一个故事

我们认为房价和药价是政府开源和节流的两种表现，其实是同一个故事。从药品产业链模式看，我们能很清楚得看到：医院投入和医生报酬（工作报酬偏低）本来应该是政府出钱。在政府投入不足的情况下，通过医院和医生转嫁给了患者。医院和医生其实是为政府节省支出（被打击显然不会，被取缔更不可能，政府在这个产业链中是最大的受益者）。

我们发现医药产业链和房地产颇有相似之处：在房地产行业，政府高价卖地；地产商囤地、卖房；老百姓被迫接受高房价。地产商是政府获取收益的重要渠道（代言人），政府是最大的受益者。如果政府发现这个模式已经无法维持（影响到经济长期增长、民生问题、政权稳定），那么产业链必然发生重大变化或重构。

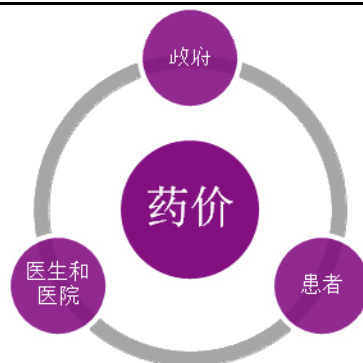
“新医改”在公立医院改革中明确提出了政府要加大投入。其核心理解是：医院和医生回归公益，盈利角色弱化。在国家加大投入后，原有医院和医生政府利益代言人的角色会弱化，药品产业链将会重写。我们认为对医药行业长远影响偏正面，但是制药企业盈利模式会有不确定性。

图表 8 开发商为政府开源



资料来源：光大证券研究所

图表 9 医院和医生为政府节流



资料来源：光大证券研究所

药品定价新规成为医药股暴跌的导火线

6月中旬医药股暴跌，其直接催化剂是发改委《药品价格管理办法》征求意见稿出台。对比2000年国家计委药品定价规则，2010年发改委版本更具体而务实，更多的是体现国家利益。其中内容多处是具体数字量化（不同以往），很多东西解释清楚（堵住漏洞）。当然有部分条款可行性较差，但是我们认为即使打折实施，其影响也很大。我们认为对医药行业基本面影响较大的有三处。

- ① 周期性降价首次写入药品定价规则（应该是学习日本的经验），2-3年调整一次，每次不低于6%；若是专利到期，降幅不低于15%（这在以往的药品定价中是没有明确写的）。药品周期性降价必然会影响企业的中长期盈利增长和估值水平。

第二十五条 已上市销售的政府指导价药品，政府价格主管部门可以每2-3年集中调整一次政府指导价。其中，对专利药品和按照专利药对待的药品，以3年为周期进行调整，下调幅度一般不低于6%，保护区结束后，政府指导价下调幅度一般不低于15%。.....

第二十六条 实行政府定价的药品，由政府价格主管部门根据药品生产经营状况和政府购买计划安排，不定期调整价格。

- ② 首仿品种含金量降低，抢仿商业模式受到挑战。首仿药保护仅5年（有点短），第二仿制企业价差10%（有点少）。国内众多的仿制药企业和抢仿企业面临重新定位和抉择。

第二十二條在第1个仿制药品上市5年以内，前3个仿制药品的政府指导价，以被仿制药品政府指导价为基础，依次递减10%制定。

被仿制药品在国内没有上市销售的，以第1个仿制药品的定价成本为基础制定政府指导价，第2-3个仿制药品的政府指导价，以此为基础依次递减10%。

第4个及其后再上市的仿制药，按照第3个仿制药品价格执行，且不标注生产企业名称和商品名。

第1个仿制药品上市5年以后，同种仿制药品均由政府价格主管部门按照通用名称制定统一的政府指导价格。

- ③ 药品差别定价将被严格细化，只有6类情况可以申报，现有的差别定价给予最多四年的缓冲期。因此对于众多高定价品种、原研药必然带来冲击。

第十九条 实行政府指导价的药品，符合以下规定之一，政府价格主管部门可以对特定企业生产的药品制定和调整价格，并标注生产企业名称，有商品名的同时标注商品名。

(一) 专利保护药品（含获得中国行政保护的药品），以及国家保密处方药品。1993年1月1日之前，在国外获得专利保护且仍处于保护期内的药品，自国内上市之日起20年以内，在价格管理上按照专利保护药品对待。

(二) 专利保护药品保护期结束后，自国内第一家企业生产的仿制药品上市起5年内，前三家企业仿制的药品（仅适用于本办法实施后对过保护期药品进行仿制的）。

(三) 经国家药品监管部门或者其认可的社会机构认定，质量标准显著高于其他企业生产的相同剂型的同种药品。

(四) 中成药主要原材料均使用GAP药材或者均使用较高等级药材，国家药品管理部门予以证明或者企业按照要求主动向社会公开全部药材采购和使用信息的；

(五) 获得国务院授予国家奖项的药品（自获奖之日起10年以内）；

(六) 中国境内生产，并出口到国际主流市场的药品（指制剂，不包括境外企业委托境内企业加工生产的制剂）。国际主流市场的具体范围，由国务院价格主管部门另行公布；

另外，需要指出的是市场比较关注费用率、利润率和流通差率，事实上2000年国家计委药品定价办法里已经存在，本次这两表略作修改后继续保留。我们认为其可操作性较差（主要看国家执行力度），更多的是政策延续和多角度控制药价。我们判断发改委药价新规只是本轮降价的序曲，未来降价幅度尚是个未知数。

图表 10 2010 版期间费用率和销售利润率核算标准表

分类	化学药品		生物制品		中成药、天然药及民族药	
	期间费 用率%	销售利 润率%	期间费 用率%	销售利 润率%	期间费 用率%	销售利 润率%
有效成分创新	≤45	≤18	≤45	≤20	≤45	≤23
制剂创新	≤40	≤15	≤40	≤16	≤40	≤18
工艺技术创新	≤35	≤12	≤35	≤13	≤35	≤15
普通药品	≤30	≤8	≤30	≤10	≤30	≤12

图表 11 2000 版药品最高销售费用率和最高销售利润率表

最高销售费用率 (%)		最高销售利润率 (%)	
一类新药	30	一类新药	45
二类新药	20	二类新药	25
三类新药	18	三类新药	18
四类新药	15	四类新药	15
五类新药	12	五类新药	12
普通药品	10	普通药品	10

图表 12 2010 版流通差价率（额）核算标准

含税出厂（口岸）价格	最高流通差价率（额）
0-5 元	40%
5-20 元	30%+0.5 元
20-100 元	25%+1.5 元
100-500 元	20%+6.5 元
500-1000 元	15%+31.5 元
1000-10000 元	8%+101.5 元
10000 元以上	901.5 元

图表 13 2000 版药品最高流通差别差价率（差价额）表

项目	流通差价率（差价率）	
	按出厂（口岸）价顺加价计算	按零售价倒扣计算
0-5.00	50%	33%
5.01-6.25	2.50	2.50
6.26-10.00	40%	29%
10.01-12.50	4.00	4.00
12.51-50.00	32%	24%
50.01-57.14	16.00	16.00
57.15-100.00	28%	22%
100.01-112.00	28.00	28.00
112.01-500.00	25%	20%
500.01 以上	15%+50.00	13%+43.50

资料来源：国家发改委、原国家计委、光大证券研究所

备注：以上摘取的数据和内容仅是国家发改委《药品价格管理办法》（征求意见稿），未来正式文件可能有所变动。

打击商业贿赂制度由治标转为治本

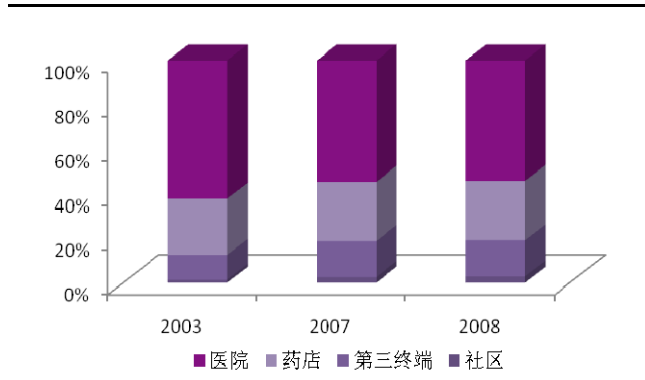
卫生部 6 月 30 日发布《卫生部关于进一步深化治理医药销售领域商业贿赂工作的通知》。打击商业贿赂对于整个医药行业短期是负面影响，直接造成药品需求下降（事实上，国内医药行业的高增长，医生不合理用药的贡献也是“功不可没”）。打击商业贿赂目的是打击医生不合理用药行为，控制卫生费用过度增长（例如开高价药，开大处方等）。对比 2006 年打击商业贿赂，我们认为主要有两点不同之处：

首先，本次打击商业贿赂由治标变成治本。2006 年是中央治理商业贿赂，反腐倡廉为大背景，卫生系统作为一个典型部门开展打击商业贿赂。而此次的大背景是“新医改”要求下的制度安排，卫生部要彻底从制度上治理商业贿赂。

原来国家投入不够，医院和医生通过“自己开源”，替国家省钱，同时自己个人也捞取好处。国家在“新医改”中加大投入，医院和医生为政府利益代言人的角色要弱化。如果说 2006 年是为了治理商业贿赂而打击商业贿赂，那么本次打击商业贿赂必然最终会制度化。

图表 14 打击商业贿赂对医院销售渠道影响较大

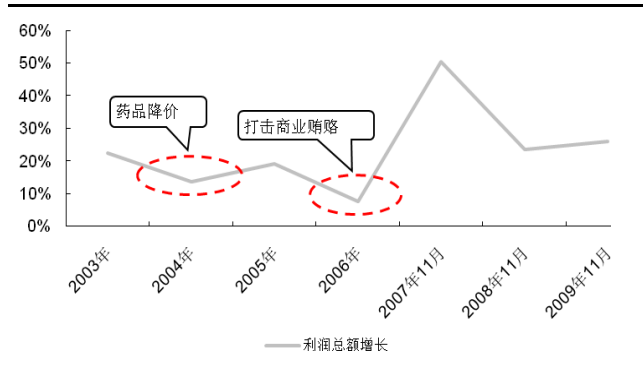
中国药品销售渠道占比



资料来源：光大证券研究所

图表 15 2006 年打击商业贿赂对行业造成重大影响

2003-2009 年医药制剂利润总额增长情况



资料来源：CEIC、光大证券研究所，备注：医药制剂包含化学制剂和中成药。

其次，本次打击商业贿赂的处罚力度显著提高。2006 年打击商业贿赂，也就是卫生部处理些家务事情，改善医疗系统的形象。而本次对于商业贿赂将会上升到刑法层面。依据是 2008 年 11 月出台的“两高”发布《关于办理商业贿赂刑事案件适用法律若干问题的意见》。同时对企业违规行为，处罚力度也大大提高（2 年内不得接受其任何产品参加集中采购的申请）。

另外，2006 年医药行业打击商业贿赂，其始于 2-3 月份，并一直持续到年底。我们认为本次文件只是卫生部打击商业贿赂的开始，预计本轮治理 6 个月内不可能结束。

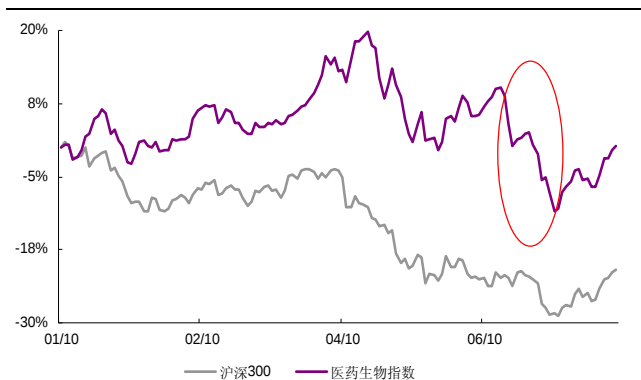
谨慎“标配”，等待政策明朗，重新寻找确定性

医药股短期大幅调整反应了市场对于药品降价和打击商业贿赂的担忧。展望下半年，我们观点是：医药股谨慎“标配”，行业性机会不大。需要等待更多的政策信号，重新寻找确定性。首先，行业政策尚未出清（至少需要等待3个月以上），政策或向负面方向发展。其次，医药股估值没有足够的吸引力。绝对估值从2010年动态高点33.5x，调整到最低的26.5x，目前29.5xPE（2010年盈利预计增长30%），绝对估值提升空间不大。相对估值溢价由超过100%，回落到90%（中位值70%），相对估值依然处于高位。

短期看7-8月份，医药股是超跌后的反弹和中报行情（交易性机会，可超做性不大）。3季度，我们需要等待更多的政策信号（药品降价多少？降哪些品种？打击贿赂力度多大？）。4季度（年底）或许会有补涨机会。如果政策没有预期中的差，那反弹的幅度会更大些。如果政策负面影响大于预期，则下半年医药股就没有机会了。

图表 16 黑色 6 月后，医药股反弹空间有限

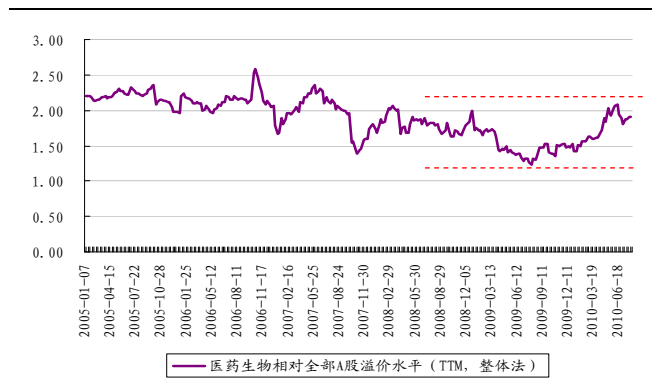
2010 年以来医药生物指数相对沪深 300 走势



资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 17 医药股相对估值水平处于高位

2005 年以来医药生物相对全部 A 股的估值溢价水平



资料来源：WIND、光大证券研究所

我们认为下半年医药投资策略的核心问题是：重新寻找确定性。在药品价格调整、打击商业贿赂政策出台过程中，必然有部分企业重归确定性增长的轨道。政策往往不能一刀切，必然是有人欢喜有人愁，因此业绩会有分化趋势。

战略性看点：①基本药物需求是相对确定的正面影响，因此我们判断基本药物需求放量将是2010年下半年到2011年医药股的重要投资机会之一（医药股反弹的首选标的），重点推荐千金药业（600479.SH）和科伦药业（002422.SZ）。②回避药品降价和打击商业贿赂风险，原料药（中药饮片）和医药商业居产业链两端，其影响相对较小，重点推荐上海医药（601607.SH）、国药股份（600511.SH）和康美药业（600518.SH）。

图表 18 A 股主要上市公司估值一览表 (标★的为 3 季度重点推荐股票)

代码	名称	评级	股价	总市值	每股收益（元）			PE (X)			CAGR	ROE	PB
			7/29	（亿元）	09 (A)	10 (E)	11 (E)	09 年	10 年	11 年	10-11 年		
化学原料药													
600267.SH	海正药业	增持	27.07	131	0.56	0.72	0.93	48	37	29	29%	16%	5.6
600521.SH	华海药业	增持	14.65	66	0.37	0.49	0.62	40	30	23	30%	14%	5.4
600216.SH	浙江医药	增持	31.03	140	2.70	3.11	3.33	12	10	9	11%	54%	4.7
002001.SZ	新和成	增持	31.39	152	2.10	2.79	3.00	15	11	10	19%	44%	4.0
600812.SH	华北制药	中性	9.98	103	-0.37	0.44	0.49	N/A	23	21	N/A	-35%	11.2
000597.SZ	东北制药	增持	16.22	54	1.43	1.50	1.50	11	11	11	2%	27%	2.6
000952.SZ	广济药业	中性	10.58	27	0.17	0.40	0.48	62	27	22	67%	6%	3.3
600488.SH	天药股份	中性	7.53	41	0.12	0.25	0.28	63	30	27	51%	4%	2.6
002332.SZ	仙琚制药	中性	14.22	49	0.26	0.29	0.35	55	49	40	16%	23%	4.9
002399.SZ	海普瑞	中性	136.00	544	2.02	3.25	4.00	67	42	34	41%	120%	8.0
002019.SZ	鑫富药业	无评级	14.05	31	0.14	0.40	0.60	102	35	23	108%	5%	3.5
002099.SZ	海翔药业	无评级	17.52	28	0.19	0.52	0.74	93	33	24	98%	6%	5.1
600253.SH	天方药业	无评级	8.46	36	0.02	0.24	0.33	339	35	25	265%	1%	4.6
化学制剂													
600276.SH	恒瑞医药	增持	41.59	312	0.89	1.07	1.33	47	39	31	23%	29%	11.7
002294.SZ	信立泰	中性	76.40	173	0.95	1.41	1.85	80	54	41	40%	33%	10.8
002038.SZ	双鹭药业	中性	39.55	100	0.97	1.39	1.79	41	28	22	36%	28%	10.6
002422.SZ	科伦药业	买入	105.80	254	1.78	2.71	3.54	59	39	30	41%	31%	4.0
600062.SH	双鹤药业	买入	26.26	150	0.79	1.05	1.22	33	25	21	25%	14%	4.1
000963.SZ	华东医药	买入	24.49	106	0.87	0.78	0.94	28	31	26	4%	40%	9.9
002262.SZ	恩华药业	增持	20.84	49	0.23	0.34	0.47	89	61	44	42%	15%	11.8
600079.SH	人福科技	增持	16.98	80	0.43	0.47	0.59	40	36	29	18%	16%	4.6
000513.SZ	丽珠集团	中性	37.75	112	1.63	1.66	1.89	23	23	20	8%	25%	5.1
600380.SH	健康元	中性	8.66	114	0.37	0.49	0.59	23	18	15	27%	16%	3.4
600664.SH	哈药集团	增持	19.42	241	0.75	0.90	1.02	26	22	19	17%	16%	3.8
600829.SH	三精制药	中性	17.97	69	0.72	0.93	1.07	25	19	17	22%	19%	4.4
000522.SZ	白云山	增持	12.40	58	0.23	0.43	0.53	54	29	23	52%	13%	5.9
600420.SH	现代制药	无评级	15.05	43	0.31	0.44	0.67	49	34	23	47%	15%	6.5
600666.SH	西南药业	无评级	10.62	21	0.21	0.32	0.42	50	33	25	42%	11%	5.0
中成药及饮片													
000538.SZ	云南白药	增持	54.57	379	0.87	1.22	1.58	63	45	34	35%	18%	10.5
000423.SZ	东阿阿胶	增持	39.96	261	0.60	0.87	1.10	67	46	36	36%	21%	10.2
000999.SZ	三九医药	增持	25.3	248	0.72	0.87	1.12	35	29	23	25%	21%	7.0
★600518.SH	康美药业	买入	13.47	228	0.30	0.43	0.53	46	31	25	34%	14%	5.2
600535.SH	天士力	增持	29.93	146	0.65	0.84	1.05	46	36	29	27%	16%	7.9
600085.SH	同仁堂	增持	24.05	125	0.55	0.70	0.81	44	34	30	21%	10%	4.0
600750.SH	江中药业	增持	32.72	97	0.68	0.90	1.15	48	37	28	30%	20%	9.2
600329.SH	中新药业	增持	13.49	100	0.35	0.45	0.55	39	30	24	26%	19%	6.2

★600252.SH	中恒集团	买入	34	93	0.46	1.10	1.47	74	31	23	78%	25%	9.4
600332.SH	广州药业	增持	10.18	83	0.26	0.37	0.46	39	28	22	32%	7%	2.4
★600557.SH	康缘药业	买入	19.9	64	0.50	0.69	0.91	40	29	22	35%	16%	5.7
300039.SZ	上海凯宝	增持	32.75	57	0.39	0.65	0.90	84	50	36	52%	48%	0.0
★600479.SH	千金药业	买入	15.54	47	0.43	0.52	0.70	36	30	22	27%	15%	5.7
000919.SZ	金陵药业	增持	9.5	48	0.44	0.42	0.54	22	23	18	11%	12%	2.6
600572.SH	康恩贝	增持	14.51	47	0.31	0.49	0.62	46	29	24	41%	11%	4.8
600594.SH	益佰制药	增持	18.96	45	0.52	0.68	0.87	37	28	22	30%	19%	6.3
300026.SZ	红日药业	中性	43.34	44	0.80	1.09	1.39	54	40	31	31%	33%	4.8
600436.SH	片仔癀	中性	42.04	59	0.93	1.25	1.40	45	34	30	23%	17%	6.9
600976.SH	武汉健民	无评级	15.42	24	0.32	0.43	0.54	48	36	28	30%	6%	3.2
600993.SH	马应龙	无评级	32.39	54	1.09	1.15	1.33	30	28	24	11%	21%	5.4
600351.SH	亚宝药业	无评级	8.77	56	0.20	0.28	0.35	43	31	25	30%	16%	6.2
600422.SH	昆明制药	无评级	12.15	38	0.19	0.30	0.46	65	41	27	57%	9%	5.7
000989.SZ	九芝堂	无评级	12.65	38	0.50	0.57	0.64	25	22	20	13%	12%	3.2
600129.SH	太极集团	无评级	9.04	39	0.09	0.28	0.37	102	32	24	106%	3%	0.0
002437.SZ	誉衡药业	无评级	55.90	78	0.93	1.33	1.88	60	42	30	42%	57%	4.0
002412.SZ	汉森制药	无评级	35.45	26	0.67	0.88	1.13	53	40	31	30%	32%	3.1
002349.SZ	精华制药	无评级	27.8	22	0.41	0.56	0.69	68	49	40	29%	27%	4.3
生物制药和医疗器械													
002007.SZ	华兰生物	增持	48.29	278	1.06	1.30	1.61	46	37	30	24%	43%	15.9
600161.SH	天坛生物	增持	22.35	109	0.43	0.49	0.55	52	45	40	13%	23%	12.2
002252.SZ	上海莱士	增持	45	72	0.85	1.25	1.56	53	36	29	36%	19%	10.7
002022.SZ	科华生物	增持	15.46	76	0.42	0.53	0.67	37	29	23	27%	30%	10.7
000661.SZ	长春高新	增持	41.82	55	0.56	0.84	1.22	75	50	34	48%	18%	12.1
300003.SZ	乐普医疗	增持	27.88	226	0.36	0.51	0.68	77	55	41	37%	35%	12.2
300015.SZ	爱尔眼科	增持	42.57	114	0.35	0.51	0.71	123	84	60	43%	22%	9.4
002223.SZ	鱼跃医疗	增持	37.9	97	0.39	0.65	0.90	96	59	42	51%	23%	13.0
600055.SH	万东医疗	增持	17.19	37	0.32	0.23	0.31	54	74	55	0%	13%	6.8
医药商业													
★601607.SH	上海医药	买入	16.21	323	0.09	0.60	0.75	186	27	22	194%	10%	3.7
★600713.SH	南京医药	买入	10.74	37	0.13	0.22	0.31	81	50	35	61%	9%	3.7
★600511.SH	国药股份	买入	22.98	110	0.47	0.60	0.73	49	39	31	24%	25%	9.9
000028.SZ	一致药业	买入	28.10	81	0.67	0.92	1.15	42	31	25	31%	26%	9.6
600196.SH	复星医药	增持	13.16	251	1.31	0.53	0.60	10	25	22	-32%	48%	3.5
600833.SH	第一医药	增持	10.90	17	0.25	0.28	0.31	43	39	35	12%	12%	4.0
000411.SZ	英特集团	买入	8.72	18	0.15	0.22	0.27	58	40	33	32%	21%	10.1
000591.SZ	桐君阁	增持	10.85	21	0.10	0.15	0.20	107	71	53	42%	6%	5.7

资料来源：WIND、光大证券研究所

附录 1 两次医改历程一览

时间	主要事件	阶段
第一轮医改 1992-2005 年		
1992	9 月，国务院下发《关于深化卫生医疗体制改革的几点意见》；卫生部贯彻文件提出的“建设靠国家，吃饭靠自己”的精神；卫生部门工作会议中要求医院要在“以工助医、以副补主”等方面取得新成绩。	酝酿定调
1995	江苏镇江、江西九江进行社会统筹与个人账户相结合的社会医疗保险制度的试点，为全国医疗保险制度改革探索经验。	试点开始
1998	国务院颁布《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，要求在全国范围内建立覆盖全体城镇职工、社会统筹和个人账户相结合的基本医疗保险制度，并陆续出台医药分家、药品招标采购、医疗机构分类管理等一系列政策。	组织实施
2000	医改工作会议提出 2001 年底实现 90% 以上的地市级建立起城镇职工基本医疗保险制度；继续推进医疗机构分类管理、药品集中招标采购、扭转以药补医机制、严厉打击制售假劣药品等改革。	修正深化
2001	无锡市政府批转《关于市属医院实行医疗服务资产经营委托管理目标责任的意见(试行)的通知》提出了托管制的构想；	
2002	《上海市市级卫生事业单位投融资改革方案》出台，这也是产权化改革的探索；有关部门在地方进行“医药分开”的试点，按照“医药分家”的模式将药房从医院中剥离，但未获得重大进展。	
2003	蔓延全国的 SARS 测试除了医疗卫生体系和公立卫生体系的诸多问题，引发深刻反思。	弊端凸显
2005	6 月，来自国务院发展研究中心和世界卫生组织的一份合作研究报告表明，中国的医疗卫生体制改革，“从总体上讲是不成功的。”	承认失败
第二轮医改 2006-2015 年		
2006	9 月，国务院成立了由 11 个有关部委组成的医改协调小组，国家发改委主任和卫生部部长共同出任组长。	重启改革
2007	中共十七大报告首次完整提出中国特色卫生医疗体制的制度框架包括公共卫生服务体系，医疗服务体系，医疗保障体系，药品供应保障体系四个重要组成部分，这是在新时期对卫生医疗体系构成的全面概括。	确定基调
2009	4 月 6 日，经过 3 年多的酝酿《中共中央国务院关于深化医改意见》终于公布，拉开新医改的大幕。本轮医改的总体目标是建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、廉价的医疗卫生服务。同时也提出了 5 项主要任务：到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破。从而明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。	公布纲要
	8 月 18 日，卫生部公布《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版），主要内容：307 种基本药物覆盖基层医疗机构。	付诸实施
	10 月 2 日《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》，主要内容：国家现行规定零售指导价规定 45% 品种下调 平均降 12%。	
	11 月 23 日，国家发改委、卫生部、人力资源和社会保障部联合发布了《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》，主要内容：提高医疗服务收费；降低药价。	
	11 月 30 日人力资源和社会保障部正式发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009 年版）》。	
2010	2 月 22 日卫生部、国家发改委、财政部等五部门正式发布《关于公立医院改革试点的指导意见》。意见提出：从今年开始推进公立医院改革试点工作，改革须以公益性为核心，内容包括合理调整医药价格，逐步取消“药品加成”政策，鼓励社会力量举办非营利性医院，从多方面缓解民众看病贵、看病难问题。	付诸实施
	6 月 1 日，国家发改委发出《关于征求〈药品价格管理办法（征求意见稿）〉意见的函》，详细规定了药品周期性调整、仿制药定价、差别定价等细则，并公布了各类制药企业的销售毛利和销售利润率，以及流通加成率等。	
	6 月 30 日卫生部发布的《卫生部关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》，就进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作提出明确要求。	
以后	……	

资料来源：光大证券研究所

附录 2 2009 年度中国制药工业百强

位次	企业名称	位次	企业名称	位次	企业名称
1	哈药集团有限公司①	35	杭州赛诺菲安万特民生制药有限公司	69	马应龙药业集团股份有限公司
2	石药集团有限公司②	36	阿斯利康制药有限公司	70	华瑞制药有限公司
3	上海医药集团股份有限公司	37	丽珠医药集团股份有限公司	71	宁夏启元药业有限公司
4	吉林修正药业集团股份有限公司	38	云南白药集团股份有限公司	72	普洛股份有限公司
5	扬子江药业集团有限公司	39	山东新华医药集团有限责任公司	73	诺维信（中国）生物技术有限公司
6	广州医药集团有限公司	40	河南天方药业股份有限公司	74	山东鲁抗辰欣药业有限公司
7	天津医药集团有限公司	41	先声药业有限公司	75	贵州益佰制药股份有限公司
8	华北制药集团有限责任公司	42	黑龙江省珍宝岛制药有限公司	76	浙江仙琚制药股份有限公司
9	步长集团	43	北京诺华制药有限公司	77	江中药业股份有限公司
10	拜耳医药保健有限公司	44	广东康美药业股份有限公司	78	江苏苏中药业集团股份有限公司
11	天津金耀集团有限公司③	45	江苏豪森药业股份有限公司	79	华兰生物工程股份有限公司
12	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	46	江苏康缘集团有限责任公司	80	深圳致君制药有限公司
13	天津天士力集团有限公司	47	华润东阿阿胶有限公司	81	上海现代制药股份有限公司
14	西安杨森制药有限公司	48	石家庄以岭药业股份有限公司	82	张家口制药集团有限责任公司
15	中国生物技术集团公司	49	中美上海施贵宝制药有限公司	83	葛兰素史克（苏州）有限公司
16	辉瑞制药有限公司	50	寿光富康制药有限公司	84	山西威奇达药业有限公司
17	北京医药集团有限责任公司	51	神威药业有限公司	85	桂林三金药业股份有限公司
18	杭州华东医药集团有限公司	52	河南省宛西制药股份有限公司	86	九芝堂股份有限公司
19	浙江医药股份有限公司	53	成都地奥制药集团有限公司	87	吉林敖东药业集团股份有限公司
20	华润三九医药股份有限公司④	54	利君制药⑤	88	东瑞制药（控股）有限公司▲
21	齐鲁制药有限公司	55	浙江海正药业股份有限公司	89	黑龙江省葵花药业有限公司
22	联邦制药国际控股公司▲	56	康恩贝集团有限公司	90	辽宁诺康生物制药有限责任公司
23	江西济民可信集团有限公司	57	金陵药业股份有限公司	91	菏泽睿鹰制药集团有限公司
24	太极集团有限公司	58	山东鲁抗医药股份有限公司	92	太阳石（唐山）药业有限公司
25	诺和诺德（中国）制药有限公司	59	上海复星医药（集团）股份有限公司	93	北京费森尤斯卡比医药有限公司
26	瑞阳制药有限公司	60	悦康药业集团有限公司	94	李时珍医药集团有限公司
27	东北制药集团有限责任公司	61	江苏济川制药有限公司	95	江苏亚邦药业集团股份有限公司
28	四川科伦药业股份有限公司	62	四川蜀中制药有限公司	96	江苏联环药业集团有限公司
29	上海罗氏制药有限公司	63	山东罗欣药业股份有限公司	97	昆明制药集团股份有限公司
30	江苏恒瑞医药股份有限公司	64	江苏正大天晴药业股份有限公司	98	浙江华海药业股份有限公司
31	辅仁药业集团有限公司	65	安徽丰原集团有限公司	99	福建省福抗药业股份有限公司
32	鲁南制药集团股份有限公司	66	山东绿叶制药集团有限公司	100	南京长澳制药有限公司
33	浙江新和成股份有限公司	67	中美天津史克制药有限公司		
34	深圳市东阳光实业发展有限公司	68	武汉人福医药集团股份有限公司		

资料来源：南方所，光大证券研究所

备注：

- ① 哈药集团有限公司包含下属：哈药总厂、哈药三精股份、哈药六厂、哈药中药有限公司、哈药生物工程、哈药总厂制剂厂等子公司；
- ② 石药集团有限公司包含下属：中润制药、中诺药业、欧意药业、维生药业等子公司；
- ③ 天津金耀集团有限公司包含下属：天津药业、天药股份、金耀氨基酸、天安股份等子公司；
- ④ 华润三九医药股份有限公司包含下属：深圳九新、雅安三九、湖南三九南开、山东三九、北京三九、江西三九、三九黄石等子公司；
- ⑤ 利君制药包含石家庄四药有限公司；

▲ 出于品牌统一宣传需求，联邦制药国际控股公司和东瑞制药（控股）有限公司要求以其集团名称参与中国制药工业百强排名，两家公司为香港注册企业，参与排名的金额只统计其在中国境内部分。

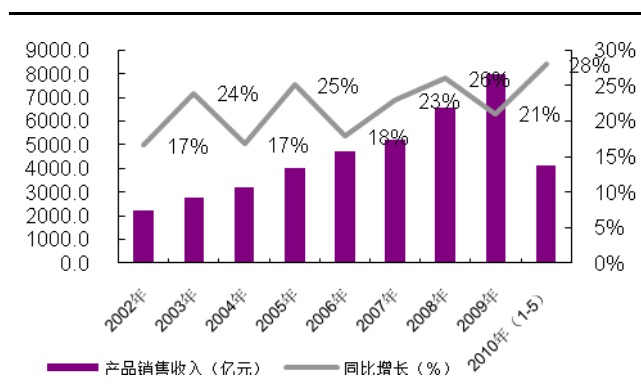
附录 3 2009 年度中国医药商业企业销售 50 强

位序	企业名称	位序	企业名称	位序	企业名称
1	中国医药集团总公司	18	中信医药实业有限公司	35	长沙双鹤医药有限责任公司
2	上海市医药股份有限公司	19	中国医药保健品股份有限公司	36	鹭燕(福建)药业股份有限公司
3	九州通医药集团股份有限公司	20	天津天士力医药营销集团有限公司	37	江苏先声药业有限公司
4	南京医药股份有限公司	21	健康元药业集团股份有限公司	38	山东瑞康医药股份有限公司
5	广州医药有限公司	22	山东海王银河医药有限公司	39	山东康惠医药有限公司
6	安徽华源医药股份有限公司	23	新疆新特药民族药业有限责任公司	40	南京华东医药有限责任公司
7	北京医药股份有限公司	24	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	41	北京市京新龙医药销售有限公司
8	重庆医药股份有限公司	25	常州亚泰五洲医药有限公司	42	汕头市创美药业有限公司
9	四川科伦医药贸易有限公司	26	山西省医药集团有限责任公司	43	广西柳州医药有限责任公司
10	重庆桐君阁股份有限公司	27	上海市药材有限公司	44	北京天星普信生物医药有限公司
11	天津市医药集团有限公司	28	四川省医药集团有限责任公司	45	大连美罗药业股份有限公司
12	华东医药股份有限公司	29	河北东盛英华集团	46	全洲药业集团有限公司
13	哈药集团医药有限公司	30	东北制药集团公司供销公司	47	陕西华远医药商业集团有限责任公司
14	浙江英特药业有限责任公司	31	济南中信医药有限公司	48	江苏常州药业股份有限公司
15	新龙药业集团	32	苏州礼安医药有限公司	49	温州市生物药械供应有限公司
16	云南省医药有限公司	33	浙江省医药工业有限公司	50	广州中山医药有限公司
17	乐仁堂医药集团股份有限公司	34	江西汇仁集团医药科研营销有限公司		

资料来源：中国医药商业协会、光大证券研究所

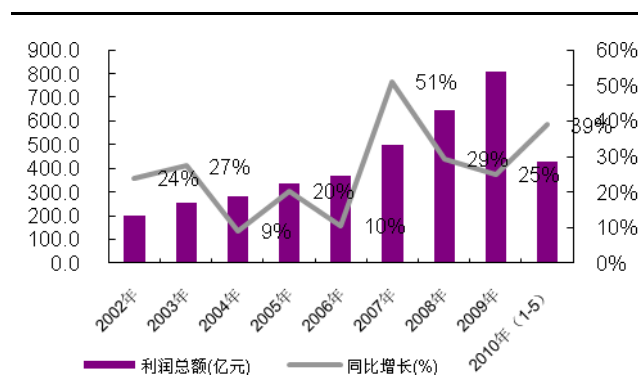
附录 4 2003-2010 年（1-5 月）医药制造及三大子行业收入及增速情况

图表 19 医药制造收入及增速



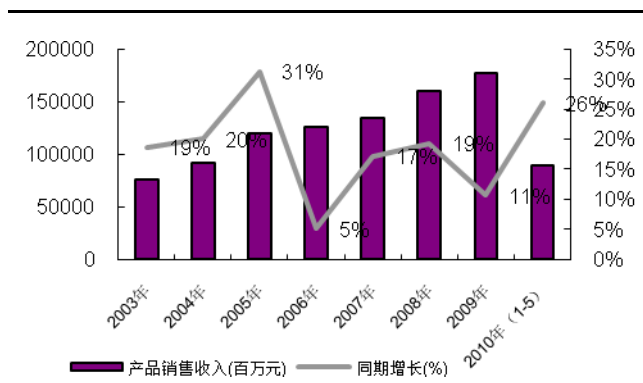
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 20 医药制造利润总额及增长



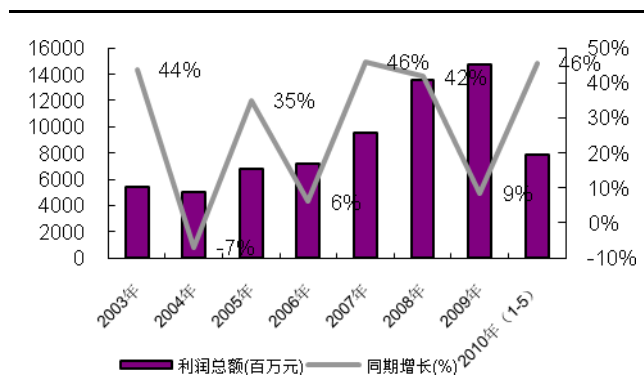
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 21 化学原料药制造收入及增速



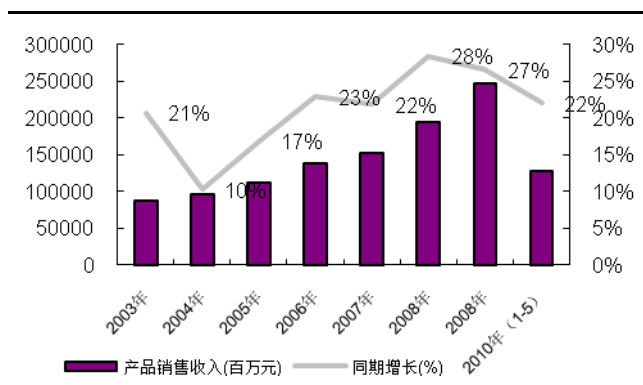
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 22 化学原料药利润总额及增长情况



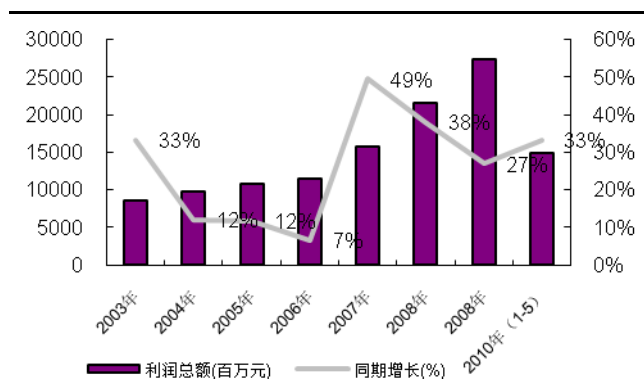
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 23 化学制剂制造收入及增速



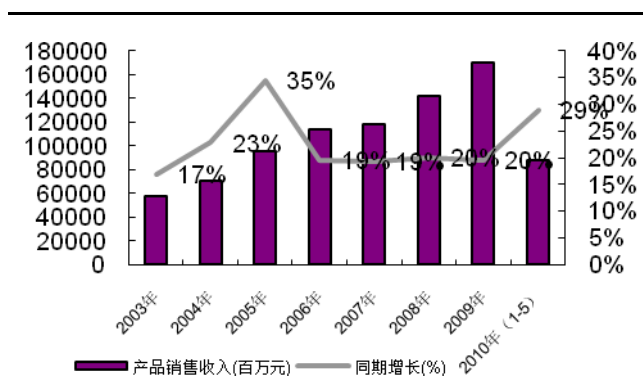
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 24 化学制剂制造利润总额及增长



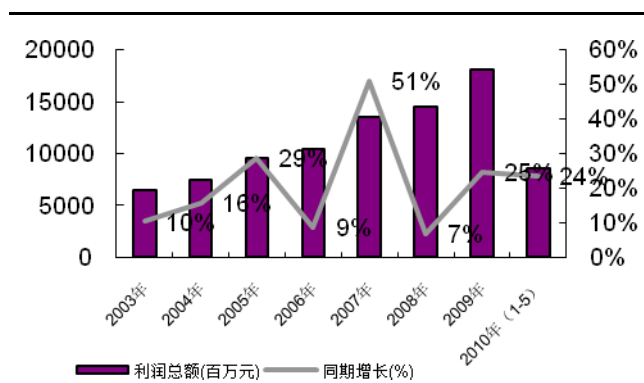
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 25 中药制剂制造收入及增速情况



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 26 中药制剂制造利润总额及增长情况



资料来源: WIND、光大证券研究所

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

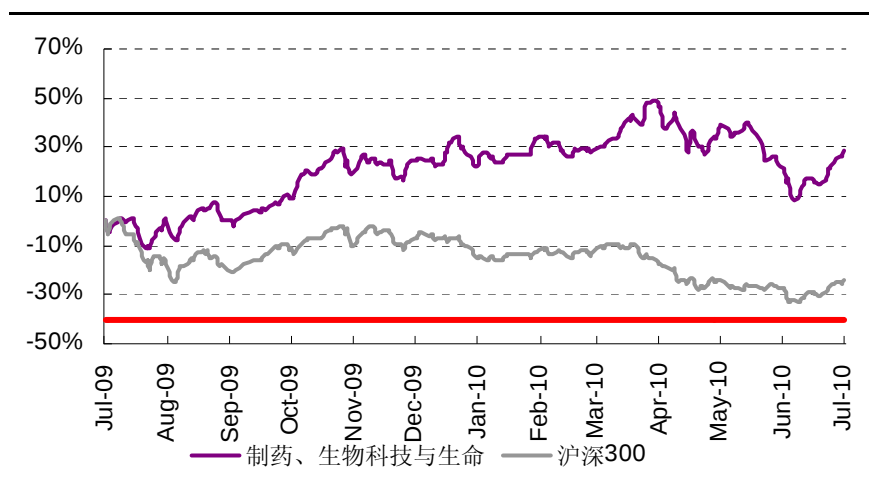
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

制药、生物科技与生命科学

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-05-13	增持
2009-05-14	增持
2009-05-19	增持
2009-05-31	增持
2009-06-12	增持
2009-07-02	增持
2009-08-19	增持
2009-10-09	增持
2009-10-29	增持
2010-02-23	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。